

*Enrique Fernández Rodríguez\**

*Rubén Arrondo García\**

*Carlos Fernández Méndez\**

## LA RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS EN LAS EMPRESAS COTIZADAS

Los escándalos asociados a las remuneraciones e indemnizaciones multimillonarias percibidas por los ejecutivos y los consejeros empresariales después de una probada mala gestión, han puesto en entredicho la idoneidad y la transparencia de dichos pagos en los principales países industrializados. El presente artículo profundiza en el debate suscitado en torno a esta temática y ofrece una visión crítica de las políticas de retribución aplicadas a los consejeros españoles.

**Palabras clave:** gobierno corporativo, Consejo de Administración, políticas retributivas, Comisión de Nombramientos y Retribuciones.

**Clasificación JEL:** G34, G38.

### 1. Introducción

En los últimos tiempos hemos asistido a una nueva oleada de escándalos en relación con los privilegios de los que disfrutaban algunos directivos y consejeros de las grandes empresas: sueldos millonarios, planes de incentivos, vacaciones pagadas, jet privados, programas de opciones sobre acciones que premian la revalorización bursátil o indemnizaciones estratosféricas (*golden parachutes*) en el supuesto de despido.

Como consecuencia de estos escándalos, los ministros de economía de la zona euro, han manifestado reiteradamente su preocupación por el hecho de que la remuneración de los directivos dependa en gran medida de los beneficios a corto

plazo y pueda contribuir a la adopción de riesgos desproporcionados y al desequilibrio del sistema financiero. Asimismo, los planes de rescate aprobados por los gobiernos norteamericano y británico, a raíz del denominado *tsunami financiero*, establecen, entre otras condiciones, restricciones en las remuneraciones a percibir por los gestores de las empresas beneficiarias.

Estas informaciones sobre los paquetes retributivos de los consejeros parecen indicar que los emolumentos de dichos profesionales poco tienen que ver con los resultados de la empresa o con los intereses de los accionistas, especialmente en contextos recesivos en los que suelen ser habituales las políticas de reducción de costes y ajustes en las plantillas laborales.

En este escenario, la lógica impone iniciar un nuevo camino marcado por la moderación y austeridad salarial y un mayor empleo de fórmulas de ▷

\* Departamento Administración de Empresas y Contabilidad. Universidad de Oviedo.

retribución variable a largo plazo ajustadas a indicadores fidedignos del desempeño de los gestores. En esta labor, cabe destacar el protagonismo que deberían desempeñar las comisiones de nombramientos y retribuciones, y los consultores externos, que actúen de forma independiente al consejo en la determinación del régimen retributivo de los consejeros.

## 2. Objetivos de la política retributiva de los consejeros

La literatura económica, en el marco de la teoría de la agencia y de las denominadas teorías directivas, ha analizado el comportamiento de los gestores empresariales llegando a la conclusión de que éstos suelen presentar un mayor grado de aversión al riesgo que los propietarios en virtud de su menor capacidad para diversificar su capital: económico y humano. Asimismo, dentro de su función de utilidad podría tener un mayor peso el logro de intereses personales (seguridad en el puesto, prestigio social o lucro personal) frente a los intereses de los accionistas, normalmente asociados a incrementos en el valor de la empresa. Así pues, es posible que surjan conflictos de intereses entre los accionistas y los gestores empresariales, y que estos últimos puedan aprovechar la discrecionalidad inherente a su cargo para tomar decisiones que no están en sintonía con los intereses de los primeros.

La remuneración percibida por los consejeros, más allá de constituir una mera compensación por el trabajo desempeñado y suponer un recurso para atraer o retener a gestores cualificados; permitiría, asimismo, generar incentivos adecuados para que sus decisiones sean acordes con los intereses de los accionistas (Greenbury, 1995). Las políticas retributivas de los miembros del consejo y de la alta dirección se constituyen, así, en un mecanismo del gobierno de la empresa, a través del cual, y sobre una base contractual, se incentiva y disciplina a los gestores haciendo que los beneficios mar-

ginales que puedan extraer de comportamientos oportunistas, sean inferiores a su coste de oportunidad dadas las compensaciones que proporciona la empresa (Shleifer y Vishny, 1997).

A la hora de analizar la cuantía y la estructura de las remuneraciones que perciben los consejeros, podrían plantearse dos alternativas teóricas en principio contrapuestas. Por un lado, que los esquemas retributivos constituyan un reflejo de la voluntad de los gestores para conseguir sus propios intereses, y por tanto, sean el resultado de su capacidad para eludir la disciplina del resto de mecanismos de supervisión y control existentes en la empresa (Bebchuk y Fried, 2004). Por otro lado, que el diseño de las políticas retributivas, de acuerdo con las recomendaciones de los Códigos de Buen Gobierno, responda a los intereses de los accionistas, constituyéndose en un mecanismo eficaz para disciplinar el comportamiento de los gestores.

A partir de estos planteamientos, el presente trabajo ofrece una descripción de las características que presentan las retribuciones de los consejeros de las empresas españolas cotizadas y analiza su evolución en el periodo 2004-2006.

## 3. Estructura de las remuneraciones de los consejeros: tipologías de consejeros y conceptos retributivos

Al objeto de profundizar en los diferentes aspectos que configuran las retribuciones de los consejeros resulta relevante identificar las diferentes tipologías de consejeros existentes y los diversos conceptos retributivos que incluyen sus paquetes salariales.

### 3.1. Tipologías de consejeros

El Código Unificado (2006), en línea con el resto de Códigos de Buen Gobierno publicados en el ámbito español, contempla cuatro tipologías de consejeros. Los consejeros ejecutivos son aquellos ▷

que desempeñan funciones de alta dirección en la propia empresa o en otra del propio grupo empresarial. Tienen la consideración de consejeros dominicales los que son o representan a accionistas significativos. Bajo la denominación de independientes se engloban aquellos consejeros que no tienen ningún tipo de relación, personal o profesional, con la sociedad, con sus accionistas significativos o con sus directivos; siendo su función teórica la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios. Finalmente, bajo la denominación genérica de otros consejeros se incluyen aquellos que por algún motivo no pueden ser encuadrados en ninguna de las categorías anteriormente mencionadas.

### 3.2. Los conceptos retributivos percibidos por los consejeros

La tradicional renuencia de las empresas a publicar información sobre remuneraciones, ha limitado el alcance de los estudios que en el ámbito español han tratado de analizar esta dimensión empresarial<sup>1</sup>. No obstante, en los últimos años, la legislación ha impuesto la obligación de que las empresas españolas cotizadas hagan públicas las remuneraciones de sus consejeros a raíz de la promulgación de la denominada Ley de Transparencia de las Sociedades Anónimas Cotizadas de 17 de julio de 2003, y sus desarrollos normativos posteriores.

La Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (17 de marzo de 2004) establece el formato del informe anual de gobierno corporativo que las empresas cotizadas deben publicar obligatoriamente en sus páginas web, desagregando la información relativa a las remuneraciones totales percibidas por los consejeros en cuatro categorías principales: retribución fija, retribución variable, dietas y otras remuneraciones. Sin embargo, ninguna norma contiene información pormenorizada

sobre el tipo de conceptos retributivos a incluir en cada una de estas categorías (quizás en la confianza de lo explícito de las denominaciones).

Al objeto de solventar esta insuficiencia informativa, hemos realizado un análisis individualizado de los conceptos que las empresas imputan a cada categoría en sus informes anuales; obteniendo, de un modo general, la siguiente descripción de los conceptos retributivos que incluye cada tipología:

Bajo la denominación de *retribución fija*, las empresas detallan las cuantías percibidas por los consejeros por su mera participación en el consejo. Es decir se trataría de un tramo de la remuneración total que permanece constante y es independiente del nivel de actividad del consejero y de las repercusiones potenciales de su gestión sobre los resultados de la empresa. Su lógica es retribuir la cualificación necesaria para formar parte del consejo y la asunción de las responsabilidades inherentes al cargo.

La *retribución variable* comprende las cuantías percibidas en forma de participación en beneficios o cualquier otra fórmula que vincule estas percepciones a la consecución de objetivos cuantificables concretos (que pueden tener carácter anual o plurianual). Dichos conceptos son otorgados al objeto de premiar el desempeño y los resultados obtenidos por la empresa como consecuencia de la gestión de los consejeros; así como para tratar de alinear los intereses de los gestores y los accionistas. Normalmente las empresas otorgan estas retribuciones a los altos ejecutivos y, por ende, suelen estar limitadas a aquellos consejeros que tengan esta condición.

Las *dietas* responden a compensaciones por los gastos y suplidos en los que incurren los consejeros por asistir a las reuniones del consejo y de sus comisiones delegadas. El objetivo de este tipo de retribución es fomentar la participación activa del consejero evitando que le pueda resultar gravosa.

Bajo el concepto *otras retribuciones* se engloban las percepciones por conceptos diversos tales como: la entrega directa de acciones, las opciones sobre ▷

<sup>1</sup> Una revisión de la literatura empírica española relativa a los sistemas de retribución aplicados a los gestores empresariales puede encontrarse en Gispert y Ortín (2002).

CUADRO 1  
REMUNERACIONES PROMEDIO DE LOS CONSEJOS (POR TIPO DE CONSEJERO)  
(En miles de euros)

Año	Promedio Consejo	Ejecutivos	Porcentaje	Dominicales	Porcentaje	Indepdtes.	Porcentaje	Otros Externos	Porcentaje
2004.....	1.984,00	1.299,520	65,5	400,768	20,2	228,160	11,5	55,552	2,8
2005.....	1.958,00	1.264,868	64,6	368,104	18,8	242,792	12,4	82,236	4,2
2006.....	2.502,00	1.768,914	70,7	382,806	15,3	257,706	10,3	92,574	3,7
Porcentaje variac. 2006/2004.....	518,00	469,394		-17,962		29,546		37,022	
Porcentaje variac. 2006/2004.....	+26,11	+36,12		-4,48		+12,95		+66,64	

Fuente: *Elaboración propia a partir de la información de la CNMV.*

acciones (planes de retribución vinculados a la cotización de la acción), los préstamos y anticipos, las indemnizaciones, las aportaciones a fondos y planes de pensiones, los premios de jubilación, las primas de seguros (vida, invalidez, enfermedad o responsabilidad civil), o los avales (constituidos como garantías de retribuciones futuras). La lógica de estas remuneraciones se relaciona con el objetivo de incrementar la vinculación y el compromiso del consejero con la actividad de la empresa.

Dada la naturaleza de los diferentes componentes de la remuneración, se puede apreciar que dos de ellos: la remuneración fija y las dietas, son fácilmente cuantificables, por lo cual la valoración de su idoneidad y correspondencia con la labor desempeñada por los consejeros puede resultar relativamente sencilla. Mayor complejidad supone, sin embargo, determinar si la retribución variable y, especialmente, las partidas englobadas dentro de otras remuneraciones, están asignadas de forma adecuada dada la mayor dificultad que presenta, a priori, su valoración y su comparación con el resto de empresas equiparables.

Esta última categoría retributiva, se caracteriza por presentar un carácter heterogéneo y, en general, una mayor discrecionalidad en su asignación que los componentes fijos o variables de la remuneración establecidos contractualmente. Adicionalmente, ciertos derechos otorgados a los consejeros, tales como las aportaciones empresariales a fondos de pensiones y las opciones sobre acciones, son más difícilmente cuantificables por parte de los inversores, lo cual les dota de un carácter más opaco que el

resto de conceptos retributivos. Resultaría razonable, por tanto, suponer que los posibles comportamientos oportunistas de los consejeros orientados a lograr incrementos en el volumen de sus remuneraciones podrían hallar en este tipo de conceptos el mejor medio para lograr su objetivo.

#### 4. Algunas cifras para el caso español

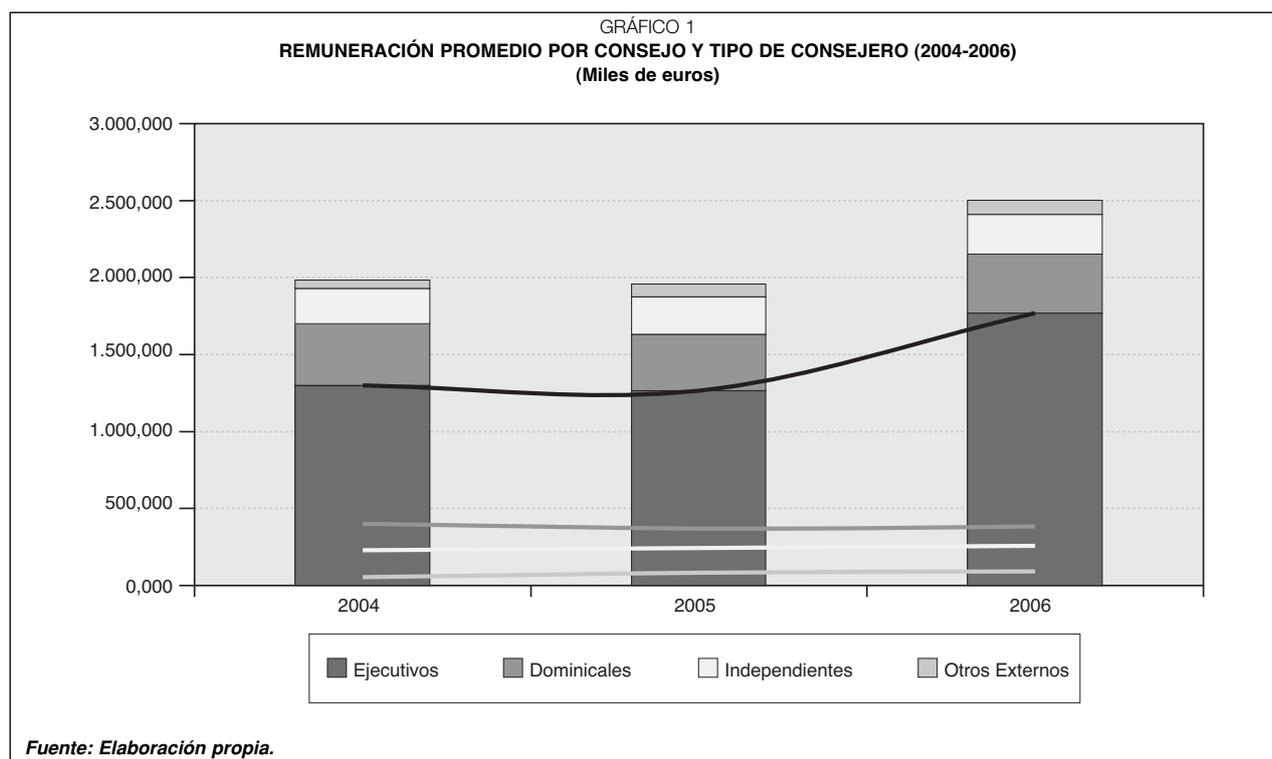
Un análisis del comportamiento de las remuneraciones de los consejeros de las empresas españolas cotizadas se puede realizar a partir de la información publicada por la CNMV en sus informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores correspondientes al periodo 2004-2006<sup>2</sup>.

Como puede apreciarse en el Cuadro 1, la remuneración total promedio de los consejos de administración de las empresas emisoras de valores ha pasado de 1.984.000 euros en el año 2004 a 2.502.000 euros en el año 2006, lo que ha supuesto un incremento del 26,11 por 100 en el periodo de dos años considerado.

En relación con la distribución de la remuneración según el tipo de consejeros, se observa que en el año 2004 aproximadamente dos terceras partes la percibían los consejeros ejecutivos (65,5 por 100), mientras que el tercio restante se distribuía entre los consejeros dominicales (20,2 por 100), independientes (11,5 por 100) y otros externos (2,8 por 100). Estos porcentajes varían para el año 2006 ▷

<sup>2</sup> Las observaciones proceden de una muestra compuesta por 182 empresas en el año 2004, 176 en 2005, 173 en 2006.

## LA RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS EN LAS EMPRESAS COTIZADAS



**CUADRO 2**  
**REMUNERACIONES PROMEDIO DE LOS CONSEJOS (POR TIPO DE CONCEPTO)**  
(En miles de euros)

Año	Promedio Consejo	Retribuc. fija	Porcentaje	Retribuc. variable	Porcentaje	Dietas	Porcentaje	Otras retribuc.	Porcentaje
2004.....	1.984,00	831,296	41,9	418,624	21,1	214,272	10,8	519,808	26,2
2005.....	1.958,00	753,830	38,5	391,600	20,0	227,128	11,6	585,442	29,9
2006.....	2.502,00	843,174	33,7	625,500	25,0	225,180	9,0	808,146	32,3
Porcentaje variación 2006/2004.....	518,00	11,88		206,88		10,91		288,37	
Porcentaje variación 2006/2004.....	+26,11	+1,43		+49,42		+5,09		+55,47	

**Fuente: Elaboración propia a partir de la información de la CNMV.**

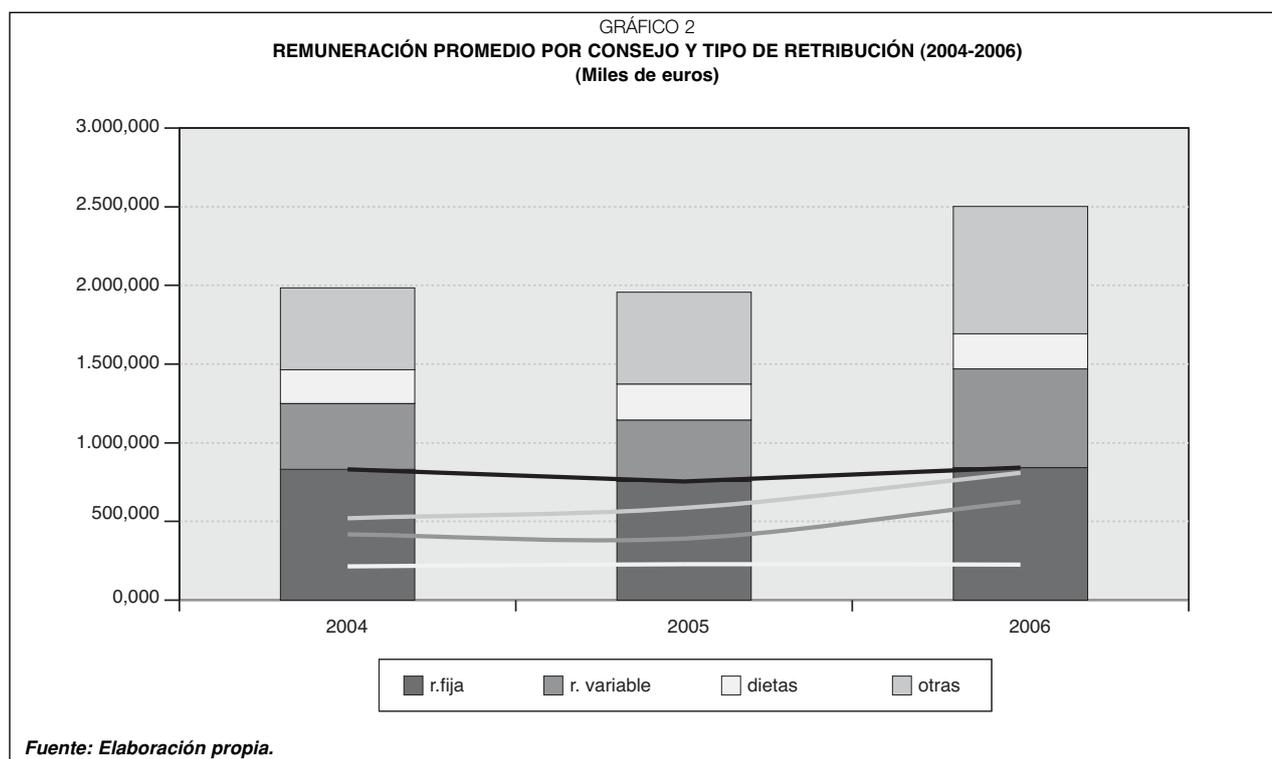
de forma que se aprecia un incremento de la participación en la remuneración de los consejeros ejecutivos (70,7 por 100) y de otros consejeros (3,7 por 100), y una reducción en la participación de los consejeros dominicales (15,3 por 100) e independientes (10,3 por 100).

En términos absolutos, y para el periodo 2004-2006 en que del incremento total de las remuneraciones promedio del consejo de 518.000 euros, los consejeros ejecutivos han recibido en promedio 469.394 euros (un 90,62 por 100 del incremento), los independientes 29.546 euros (un 5,7 por 100 del incremento) y los calificados como otros con-

sejeros 37.022 euros (un 7,15 por 100). En cambio, los consejeros dominicales han visto reducidas sus percepciones en 17.972 euros.

La representación gráfica de esta información (Gráfico 1), permite apreciar el incremento en las remuneraciones promedio en los consejos en el periodo 2004-2006 (barras), siendo los consejeros ejecutivos los principales destinatarios de dichos incrementos (líneas).

En relación con la composición de las retribuciones percibidas por el consejo, el Cuadro 2 muestra la cuantía y los porcentajes que han representado en promedio la retribución fija, la retribución variable, ▷



las dietas y los conceptos englobados bajo la categoría de otras retribuciones.

Para el año 2004 la retribución fija era, de forma destacada, el principal componente de la retribución total del consejo (41,9 por 100 del total), seguido por las percepciones englobadas como otras retribuciones (26,2 por 100), las remuneración variable (21,1 por 100) y, por último, las dietas (10,8 por 100). En cambio para el año 2006, se aprecia una reducción de la importancia de la retribución fija (33,7 por 100) y de las dietas (9 por 100), que contrasta con el incremento significativo en el peso de la retribución variable (25 por 100) y otras retribuciones (32,3 por 100)

En términos absolutos, el incremento promedio de las retribuciones del consejo en el periodo 2004-2006, que como hemos señalado anteriormente asciende a 518.000 euros, se corresponde con el significativo aumento en la remuneración variable (206.880 euros) y en otras retribuciones (288.340 euros), mientras que el incremento de la retribución fija y las dietas sólo supone 22.990 euros (inferior al aumento de la inflación en el periodo considerado).

En el Gráfico 2 se observa que el incremento de

la retribución promedio del consejo, en el periodo considerado, se ha producido como consecuencia de los incrementos en los conceptos de retribución variable y otras retribuciones.

Desde un punto de vista teórico y en virtud de la mayor aversión al riesgo que caracteriza a los gestores empresariales frente a los accionistas, cabría plantearse que, en general, la aceptación de fórmulas de retribución variables supondrá la necesidad que estos conceptos incorporen elevadas primas por riesgo, y por consiguiente, podría alejar el volumen total de los emolumentos percibidos de la senda de la moderación.

De forma conjunta, los datos sobre remuneraciones del consejo en el periodo 2004-2006 muestran un importante incremento en la magnitud de las mismas como consecuencia, principalmente de las remuneraciones variables y por otros conceptos retributivos que las empresas han otorgado a sus consejeros ejecutivos.

En línea con la evidencia descrita, el Informe publicado en el año 2007 por la Fundación de Estudios Financieros (FEF), realiza un análisis de la política retributiva de los consejeros españoles a

partir de una muestra más reducida de empresas cotizadas<sup>3</sup>, y obtiene conclusiones que, en términos generales coinciden con las comentadas anteriormente.

Según este estudio, al comparar los datos del año 2004 con los del año 2006 se observa que la retribución media de los consejos se incrementa un 33,97 por 100 pasando de 2.423.000 euros a 3.246.000 euros<sup>4</sup>, y que el peso de la retribución fija desciende desde el 44 por 100 al 34 por 100. Asimismo, también se aprecia que los consejeros ejecutivos son los destinatarios del mayor porcentaje de las remuneraciones totales del consejo (promedio 70,78 por 100 en 2006).

En relación con la remuneración percibida por los consejeros ejecutivos, resulta asimismo de interés otro análisis que presenta el Informe de la FEF y en el que se compara la cuantía de las remuneraciones que perciben los altos ejecutivos que no son consejeros con la percibida por los altos ejecutivos que simultáneamente son consejeros. Los resultados muestran que en el año 2006 los incrementos en los beneficios de las sociedades sólo explicaban el 18 por 100 del exceso de remuneración de estos últimos sobre los primeros.

Al objeto de poder comparar estos datos en el contexto internacional, el trabajo pionero de Ortín (1997) señalaba que en España el empleo de fórmulas de remuneración variable no estaba tan extendido como en el ámbito anglosajón; no obstante, diversos estudios más recientes realizados por empresas consultoras<sup>5</sup> muestran que en España se ha producido un notable incremento en el empleo de sistemas de retribución variable.

En este sentido, una visión comparativa de las remuneraciones de los consejeros de las empresas españolas en el contexto europeo se puede extraer de los estudios que realiza la empresa consultora

Heidrick y Struggles sobre las estructuras de gobierno corporativo de las 300 mayores compañías europeas. Dichos estudios mostraban para el año 2003 que las empresas integrantes del IBEX 35 español presentaban en promedio las remuneraciones más elevadas de los diez países europeos analizados<sup>6</sup> (70.000 euros/año, en promedio, por consejero). Más recientemente, en su edición de 2007, y a partir de los datos del año 2006, dicho estudio sitúa a los consejeros de las empresas españolas como los segundos mejor pagados (con una media de 96.099 euros/año por consejero), sólo superados por los suizos (media 139.752 euros/año), y muy por encima de los consejeros franceses que reciben por término medio la retribución más baja de los países analizados (43.529 euros/año).

## 5. Relación entre los diversos conceptos retributivos

Finalmente, a partir de la información sobre las retribuciones del consejo, hemos considerado de interés estudiar la posible relación entre los diferentes conceptos retributivos. Para ello se ha llevado a cabo un análisis de correlación empleando 311 observaciones de empresas cotizadas en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid durante el periodo 2004-2006.

Las variables consideradas se refieren a la remuneración total media por consejero (Total) y al porcentaje de remuneración que representa cada uno de los conceptos retributivos: remuneración fija (porcentaje fijo), variable (porcentaje variable), dietas (porcentaje dietas) y otras remuneraciones (porcentaje otras). Los resultados del análisis se muestran en el Cuadro 3.

La correlación positiva de la remuneración total promedio por consejero con los porcentajes de remuneración variable y otras remuneraciones, confirman que serían estos conceptos los que explican la cuantía más elevada en la remuneración total de ▷

<sup>3</sup> 118 empresas en el año 2004, 119 en el año 2005 y 126 en el año 2006.

<sup>4</sup> A la hora de computar la cuantía de las remuneraciones, el estudio de la FEF incluye únicamente opciones ejercidas pero no el resto de conceptos incluidos en otras remuneraciones, por lo cual existe un sesgo a la baja frente a los datos de la CNMV.

<sup>5</sup> Watson Wyatt, 2000; Mercer, 2002; PricewaterhouseCoopers, 2004; CEINSA, 2004.

<sup>6</sup> Reino Unido, Holanda, Suiza, Francia, Suecia, Portugal, Bélgica, España, Italia y Alemania.

CUADRO 3  
CORRELACIONES ENTRE LOS DIFERENTES CONCEPTOS RETRIBUTIVOS

	Total	Porcentaje fijo	Porcentaje variable	Porcentaje dietas	Porcentaje otras
Total .....	1	-0,249	0,174	-0,272	0,343
Porcentaje fijo .....		1	-0,301	-0,253	-0,608
Porcentaje variable .....			1	-0,197	-0,198
Porcentaje dietas .....				1	-0,365
Otras (porcentaje) .....					1
Observaciones .....	311	311	311	311	311

Coefficientes de correlación de Pearson.

Todos los coeficientes de correlación son significativos al nivel 0,01 (bilateral).

Fuente: *Elaboración propia.*

los consejeros, y por tanto la causa principal de una mayor desviación del principio de moderación salarial.

Asimismo, se aprecia que es especialmente notable (superior al 60 por 100) la correlación negativa entre el porcentaje de remuneración fija y otras remuneraciones. Este hecho apunta hacia la posible existencia de una relación de sustitución que podría ser el fruto de una mayor preferencia de los consejeros por intercambiar una parte de las remuneraciones fijas, caracterizadas por ser al contado y fácilmente cuantificables, por otro tipo de remuneraciones que se perciben a más largo plazo, cuyo verdadero valor no siempre es fácilmente cuantificable y que redundan en incrementos de la remuneración total.

## 6. A modo de conclusión

Los principales Códigos de Buen Gobierno promulgados en el ámbito español y las recomendaciones de la Comisión Europea, abogan por que la política retributiva del consejo responda a los principios generales de transparencia, vinculación a los resultados empresariales y moderación, con una clara vocación de defensa de los intereses de los accionistas. No obstante, el hecho de que la capacidad para

diseñar los paquetes retributivos resida en el propio consejo, puede ocasionar que la configuración de éstos se aleje, en mayor o menor medida, de los mencionados principios inspiradores.

Los datos sobre la evolución de las retribuciones de los consejeros españoles en el periodo 2004-2006, muestran un importante incremento en la cuantía de las mismas como consecuencia, principalmente, del aumento en las remuneraciones variables y por otros conceptos retributivos que las empresas han otorgado a sus consejeros ejecutivos. Asimismo, parece apreciarse una preferencia de los consejeros por el cobro de remuneraciones cuya valoración podría resultar más dificultosa para los accionistas (opciones sobre acciones, planes de pensiones, etcétera).

En este sentido, y en aras de que se respete el criterio de moderación, podrían justificarse medidas tendentes a que la remuneración variable y por otros conceptos esté limitada a un porcentaje máximo de la remuneración fija, y sólo se pueda superar en casos de un contrastado y fehaciente buen desempeño. Medidas como esta deberían lograr que las políticas retributivas mantengan su capacidad disciplinaria, y simultáneamente evitar su utilización como medio para que los consejeros obtengan remuneraciones excesivas. ▷

## Bibliografía

- [1] BEBCHUK, L; FRIED, J. (2004): *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Ed. Harvard University Press. Cambridge, Massachusetts, and London, England.
- [2] CÓDIGO UNIFICADO (2006): Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)).
- [3] INFORMES DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS ENTIDADES EMISORAS DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES (2004, 2005, 2006) ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)).
- [4] GISPERT, C; ORTÍN, A. (2002): «Mecanismos de disciplina de los directivos en España: el consejo de administración y los sistemas de retribución», *Ekonomiaz*, nº 50, pp. 138-157.
- [5] GREENBURY, SIR RICHARD (1995): *Directors' Remuneration: Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury*. London: Gee.
- [6] OBSERVATORIO DE GOBIERNO CORPORATIVO Y TRANSPARENCIA INFORMATIVA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN EL MERCADO CONTINUO ESPAÑOL (2007). Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación, nº 22.
- [7] ORTÍN, A. (1997): «Tamaño de la empresa y remuneración de los máximos directivos», *Revista de Economía Aplicada*, vol. 5, nº 13, pp. 109-126.
- [8] SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1997): «A Survey of Corporate Governance», *Journal of Finance*, nº 52 (2), pp. 737-783.

*Boletín Económico  
 de Información Comercial Española*

24 números anuales

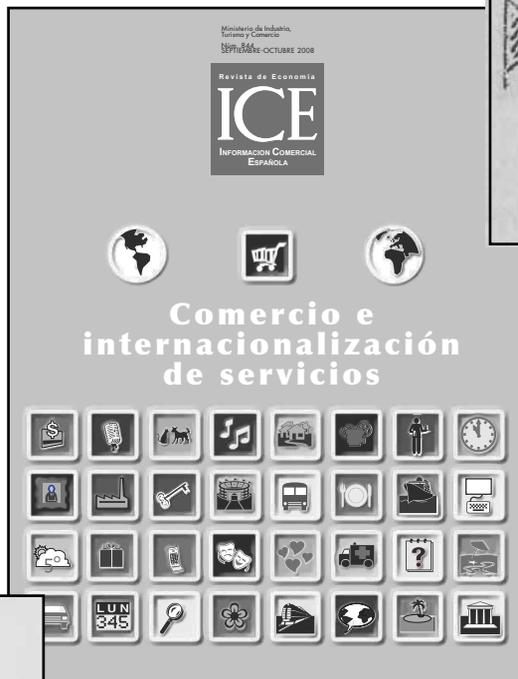
Artículos y documentos sobre economía española, comunitaria e internacional, con especial énfasis en temas sectoriales y de comercio exterior.



*Información Comercial Española  
 Revista de Economía*

6 números anuales

Artículos originales sobre un amplio espectro de temas tratados desde una óptica económica, con especial referencia a sus aspectos internacionales



*Cuadernos Económicos  
 de ICE*

Artículos de economía teórica y aplicada y métodos cuantitativos, que contribuyen a la difusión y desarrollo de la investigación económica.

Información y venta: Paseo de la Castellana, 162 - Vestíbulo  
 Tel.: 91 349 36 47  
 28071 Madrid